

BAB I

PENDAHULUAN

A. Latar Belakang Masalah

Struktur finansial dapat diartikan sebagai cara bagaimana aktiva-aktiva perusahaan dibiayai. Struktur finansial juga mencerminkan perimbangan antara keseluruhan modal asing baik jangka menengah maupun jangka panjang dengan modal sendiri (Bambang, 1998). Struktur modal adalah mencerminkan perimbangan antara utang jangka panjang dengan modal sendiri. Struktur finansial tercermin pada keseluruhan pasiva dalam neraca sedangkan struktur modal tercermin pada utang jangka panjang dan modal sendiri. Dengan demikian, struktur modal merupakan bagian dari struktur finansial.

Keseluruhan aktivitas yang bersangkutan dengan usaha untuk mendapatkan dana dan menggunakan atau mengalokasikan dana tersebut disebut pembelanjaan perusahaan dalam arti luas, sedangkan pembelanjaan dalam arti sempit adalah aktivitas yang hanya bersangkutan dengan usaha mendapatkan dana saja disebut dengan pembelanjaan pasif atau pendanaan.

Pembelanjaan pasif dapat dibedakan antara masalah pembelanjaan kuantitatif dan masalah pembelanjaan kualitatif. Pembelanjaan kuantitatif meliputi masalah penentuan besarnya modal yang dibutuhkan yang akan ditarik, pembelanjaan kualitatif berkenaan dengan masalah penentuan jenis modal yang akan ditarik. Masalah pembelanjaan kualitatif ini meliputi masalah penentuan waktu untuk berapa lama modal akan ditarik / sudut

likuiditas), macam modal apa yang akan ditarik (sudut solvabilitas), pendapatan apa yang akan diberikan kepada modal yang akan ditarik (sudut rentabilitas). Masalah pembelanjaan kualitatif merupakan salah satu masalah yang penting bagi perusahaan, karena masalah inilah yang akan menentukan baik buruknya struktur modal.

Pada prinsipnya pemenuhan kebutuhan dana suatu perusahaan dapat disediakan dari sumber intern perusahaan dan sumber ekstern. Apabila perusahaan memenuhi kebutuhan dananya dari sumber intern, maka perusahaan dikatakan melakukan pendanaan intern, sedangkan apabila perusahaan memenuhi kebutuhan dananya dari sumber luar, maka perusahaan dikatakan melakukan pendanaan ekstern.

Fungsi pemenuhan kebutuhan dana atau fungsi pendanaan juga harus dilakukan secara efisien. Manajer keuangan harus mengusahakan agar perusahaan dapat memperoleh dana yang diperlukan dengan biaya minimal dan mempertimbangkan sifat dan biaya dari masing-masing sumber dana yang akan dipilih karena masing-masing sumber dana mempunyai konsekuensi financial yang berbeda-bada.

Keputusan mengenai pemenuhan kebutuhan dana bersangkutan dengan penentuan sumber dana yang akan digunakan, penentuan perimbangan pembelanjaan terbaik, atau penentuan struktur modal yang optimal. Aspek utama dari keputusan mengenai pemenuhan kebutuhan dana adalah keputusan perusahaan dalam pemenuhan kebutuhan dana, yaitu apakah perusahaan akan menggunakan sumber ekstern yang berasal dari utang atau ekuitas.

dengan sumber modal sendiri atau emisi saham baru dengan tetap memperhatikan *cost of capital*.

Apabila suatu perusahaan dalam memenuhi kebutuhan dananya mengutamakan pemenuhan dengan sumber dari dalam perusahaan, maka akan mengurangi ketergantungannya dana terhadap pihak luar. Tetapi apabila kebutuhan dana semakin meningkat karena pertumbuhan perusahaan, dan dana intern sudah dipergunakan semua, maka perusahaan harus menggunakan dana yang berasal dari luar perusahaan, baik dari utang maupun dengan mengeluarkan saham baru dalam memenuhi kebutuhan akan dana tersebut.

Jika perusahaan menggunakan sumber dana ekstern dalam pemenuhan dananya lebih mengutamakan pada utang, maka ketergantungan perusahaan pada pihak luar akan semakin besar, sehingga hal itu akan memperbesar risiko finansial. Tetapi sebaliknya, apabila perusahaan menggunakan sumber dana ekstern dalam pemenuhan dananya lebih mengutamakan pada saham, maka biaya saham baru akan sangat mahal (Riyanto, 1995). Oleh karena itu, perlu diusahakan adanya keseimbangan yang optimal antara kedua sumber dana tersebut.

Struktur modal merupakan cermin dari kebijakan perusahaan dalam menentukan jenis sekuritas yang akan digunakan. Penentuan struktur modal yang optimal harus memperhatikan faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal, dimana faktor-faktor tersebut antara lain:

1. Struktur Asset

Perusahaan yang memiliki aset tetap dalam jumlah besar dapat menggunakan utang dalam jumlah besar hal ini disebabkan karena dari skalanya perusahaan besar akan lebih mudah mendapatkan akses ke sumber dana dibandingkan dengan perusahaan kecil. Kemudian besarnya aset tetap dapat digunakan sebagai jaminan atau kolateral utang perusahaan. Semakin besar aktiva tetap maka semakin besar aset yang dapat dijamin untuk memperoleh tambahan utang (Scott, 1976) dalam (Ismiyati dan Hanafi, 2004). Aset tetap yang tinggi membuat perusahaan dipercaya oleh pemberi hutang (*debt holders*).

2. Skala Perusahaan

Perusahaan besar yang sudah *well-establishes* akan lebih mudah memperoleh modal di pasar modal dibanding dengan perusahaan kecil. Perusahaan besar memiliki fleksibilitas yang lebih besar karena kemudahan akses tersebut, sehingga perusahaan akan lebih mudah dalam memperoleh utang. Bukti empirik menyatakan bahwa skala perusahaan berhubungan positif dengan rasio antara utang dengan nilai buku ekuitas atau *debt to book value of equity ratio* (Sartono, 1995).

3. Profitabilitas

Profitabilitas periode sebelumnya merupakan faktor penting dalam

laba ditahan sebelum menggunakan utang. Hal ini sesuai dengan *pecking order theory* yang menyarankan bahwa manajer lebih senang menggunakan pembiayaan dari pertama, laba ditahan, kemudian utang, dan terakhir penjualan saham baru. Meskipun secara teoritis sumber modal yang biayanya paling murah adalah utang, kemudian, saham preferen dan yang paling mahal adalah saham biasa serta laba ditahan. Pertimbangan lain adalah bahwa *direct cost* untuk pembiayaan eksternal lebih tinggi dibanding dengan pembiayaan internal. Selanjutnya penjualan saham baru justru merupakan signal negatif karena pasar mengintrespestasikan perusahaan dalam keadaan kesulitan likuiditas. Hal ini juga tidak terlepas adanya informasi yang tidak simetris atau informasi yang lebih tentang prospek perusahaan dibandingkan dengan pasar.

Menurut Myers dan Majluf (1994) dalam (Ismiyati dan Hanafi, 2004) terdapat hubungan negatif antara profitabilitas dengan hutang. Hal ini sesuai dengan *pecking order theory* bahwa semakin tinggi profitabilitas perusahaan, maka semakin besar pula tersedianya dana internal untuk investasi, sehingga penggunaan utang akan lebih kecil.

4. Kebijakan Deviden

Politik deviden berkaitan dengan penentuan pembagian pendapatan antara penggunaan pendapatan untuk dibayarkan kepada para pemegang saham sebagai deviden atau untuk digunakan perusahaan dalam bentuk laba ditahan. Bila perusahaan lebih memilih untuk membayarkan laba sebagai

dividen, maka hal tersebut akan mengurangi laba ditahan. Di sisi lain, laba ditahan merupakan salah satu dari sumber dana yang paling penting untuk membiayai pertumbuhan perusahaan, sehingga tingkat pertumbuhan akan rendah. Semakin tinggi *dividen payout ratio* akan menguntungkan para investor tetapi dari pihak perusahaan akan memperlemah *internal financing* karena memperkecil laba ditahan. Lain halnya bagi pemegang utang, *dividen payout ratio* yang tinggi akan merugikan karena perusahaan akan mempunyai kas yang lebih kecil. Kas yang besar dalam perusahaan bisa mengurangi resiko perusahaan dan jika terjadi kebangkrutan, maka kas tersebut akan bisa dipakai untuk membayar utang. Tetapi sebaliknya *dividen payout ratio* semakin kecil akan merugikan para investor tetapi dari pihak perusahaan akan memperkuat *internal financing* karena memperbesar laba ditahan.

Secara tidak langsung, kebijakan dividen mempunyai pengaruh terhadap penggunaan utang suatu perusahaan. Kebijakan dividen yang stabil menyebabkan adanya keharusan bagi perusahaan untuk menyediakan sejumlah dana guna membayar jumlah dividen yang tetap tersebut, maka pembayaran dividen tetap tersebut akan merupakan beban tetap bagi perusahaan. Dengan demikian, maka perusahaan yang menggunakan *leverage* yang tinggi akan sulit untuk mempertahankan pembayaran dividen yang stabil tersebut karena ada kemungkinan dalam jangka panjang

Berkaitan dengan kebijakan deviden tersebut terlihat adanya beberapa pihak yang saling berbeda kepentingan, yaitu antara kepentingan pemegang saham, pemegang obligasi, dan pihak manajemen. Hal tersebut akan menimbulkan konflik kepentingan mengingat ketiganya berupaya memaksimalkan utilitas masing-masing. Argumen ini mendukung pembayaran deviden yang tinggi datang dari teori keagenan, sehingga kebijakan deviden ditentukan untuk mengurangi *agency problem* dan *agency cost*.

Penjelasan teori keagenan dalam hubungan deviden dengan utang melalui *free cash flow hypothesis* yang memprediksikan bahwa deviden mempengaruhi hutang dengan hubungan yang positif (Megginson, 1997: 362) dalam (Ismiyati dan Hanafi, 2004). Perusahaan yang membagikan deviden dalam jumlah besar maka untuk membiayai investasinya diperlukan tambahan dana melalui hutang sehingga kebijakan deviden mempengaruhi kebijakan hutang secara scarah (Emery dan Finnerty, 1997:568) dalam (Ismiyati dan Hanafi, 2004).

Pembayaran deviden adalah suatu bagian *monitoring* perusahaan. Pembayaran deviden kepada pemegang saham akan mengurangi sumber-sumber dana yang dikendalikan oleh manajer. Pemegang saham yang menyebar akan sulit dalam memonitoring serta mengontrol kebijakan-kebijakan yang diambil oleh manajer. Hal ini akan berimplikasi pada pembayaran deviden yang tinggi. Suatu ratio pembayaran deviden yang tinggi akan menyebabkan *cash flow "discretionary"* yang lebih rendah yang

ada untuk dihambur-hamburkan sia-sia oleh manajer Deviden dapat digunakan untuk mengurangi *agency costs free cash flow* Jensen (1986) dalam Tarjo(2005).

Pemegang saham akan melakukan pengawasan (monitoring) terhadap manajemen namun bila biaya pengawasan tersebut tinggi maka mereka akan menggunakan pihak ketiga (*debtholder* dan atau *bondholder*) untuk membantu melakukan pengawasan (Easterbrook,1984) dalam dalam (Ismiyati dan Hanafi, 2004). *Debtholder* yang sudah menanamkan dananya di perusahaan dengan sendirinya akan berusaha melakukan pengawasan terhadap penggunaan dana tersebut.

5. *Leverage Operasi*

Leverage adalah penggunaan assets dan sumber dana oleh perusahaan yang memiliki biaya tetap (beban tetap) dengan maksud agar meningkatkan keuntungan potensial pemegang saham. Perusahaan menggunakan *operating leverage* apabila perusahaan memiliki biaya operasi tetap atau biaya modal tetap. Dengan menggunakan *operating leverage* perusahaan mengharapkan bahwa perubahan penjualan akan mengakibatkan perubahan laba sebelum bunga dan pajak yang lebih besar. Perusahaan dengan leverage operasi yang lebih kecil akan lebih mampu memperbesar leverage keuangan.

berdasarkan asumsi pasar persaingan sempurna, *Fisher separation*
keuntungan operasi tetap, meningkatkan keuntungan ini akan lebih

pendanaan (Copeland dan Weston,1988) dalam Hermeindito(2003). Argumentasi ini paralel dengan studi Modigliani Miller (1958) bahwa leverage tidak relevan dengan nilai perusahaan. Dua tahap dalam teori Fisherian secara tegas memisahkan keputusan investasi dan keputusan pendanaan. Tahap I, manajemen melakukan keputusan investasi dengan mempertimbangkan prospek perusahaan, sedangkan tahap II manajemen memutuskan sumber pendanaan. Bila asumsi pasar sempurna dilonggarkan maka tampak bahwa manajemen memiliki informasi tentang prospek perusahaan lebih baik daripada investor. Pelonggaran asumsi memunculkan beberapa teori struktur modal berbasis informasi asimetris seperti; *pecking order theory* (Myer,1984), *signalling hypothesis*, dan *agency theory* (Jensen dan Meckling, 1976).

Strategi yang digunakan perusahaan sebagai reaksi terhadap kekuatan yang kompleks yang bisa mempengaruhi struktur modal perusahaan diklasifikasikan oleh Myers (1984) sebagai kekuatan yang mengarah pada tingkat struktur modal optimal (*balancing theory*) dan strategi yang menuntut perusahaan untuk mengikuti suatu hirarki (*pecking theory*) saat mengambil pilihan pembiayaan (*financing*).

Keunggulan dan kelemahan penggunaan utang memunculkan konsep *trade-off* dalam *balancing theory*. *Balancing theory* menjelaskan struktur modal akan optimal apabila ada keseimbangan antara manfaat dengan biayanya yang dapat meningkatkan nilai perusahaan. Esensi *balancing*

sebagai akibat penggunaan hutang dalam struktur modal, sehingga disebut pula sebagai *trade-off theory* (Bringham et.al 1999) dalam Heirmeindito (2003). Apabila manfaat masih lebih besar, hutang akan ditambah. Tetapi apabila pengorbanan karena menggunakan hutang sudah lebih besar, maka hutang tidak boleh lagi ditambah.

Pecking order hypothesis menjelaskan bagaimana suatu perusahaan mendasarkan keputusan pendanaannya pada preferensi menurut urutan pendanaan internal (pertama), pendanaan eksternal berupa hutang (kedua) dan pendanaan eksternal berupa ekuitas (ketiga). Urutan pendanaan tersebut didasarkan pada preferensi logis investor terhadap prospek perusahaan, penyimpangan kebijakan pendanaa dari urutan tersebut ditangkap oleh investor luar sebagai sinyal negatif. Berdasarkan proses tersebut, *signaling theory* secara implisit telah termasuk dalam pokok pembahasan. *Pecking order theory* konsisten dengan tujuan *theory of the firm* agar manajer bertindak disiplin dalam memaksimalkan kemekmuran pemilik (Shyam-Sunder dan Myers,1999) dalam Heirmeindito (2003).

Masalah struktur modal merupakan masalah yang penting bagi perusahaan, karena baik buruknya struktur modal akan mempunyai efek yang langsung terhadap posisi finansil perusahaan. Penentuan struktur modal yang optimal harus memperhatikan faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal. Dengan latar belakang yang telah diuraikan maka penulis tertarik mengambil judul : **“Analisis Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi**

B. Batasan Masalah

Untuk dapat memenuhi tujuan penelitian sehingga penelitian ini terarah pada perumusan masalah yang telah dirumuskan, maka perlu adanya pembatasan masalah sebagai berikut :

1. Obyek yang diteliti adalah perusahaan-perusahaan yang terdaftar di BEJ kecuali sektor perbankan dan lembaga keuangan.
2. Periode penelitian mulai tahun 2004 sampai dengan 2005.
3. Karena keterbatasan peneliti, maka variabel-variabel yang diteliti adalah struktur modal sebagai variabel dependen dan struktur aktiva, profitabilitas, ukuran perusahaan, kebijakan deviden dan *operating leverage* sebagai variabel independen.
4. Perusahaan membagikan deviden secara berturut-turut dari tahun 2003 sampai tahun 2005.

C. Rumusan Masalah

Apakah struktur aktiva, ukuran perusahaan, profitabilitas, kebijakan deviden, dan *operating leverage* berpengaruh signifikan terhadap struktur modal?

D. Tujuan Penelitian

Mengidentifikasi apakah struktur aktiva, ukuran perusahaan, profitabilitas, kebijakan deviden, dan *operating leverage* berpengaruh signifikan terhadap struktur modal.

E. Manfaat penelitian

1. Bagi pihak investor

- a. Penelitian ini diharapkan dapat digunakan sebagai alat bantu dalam mempertimbangkan keputusan struktur modal.

2. Bagi pihak lain

- a. Sebagai bahan referensi yang dapat dijadikan sebagai acuan penelitian selanjutnya.
- b. Memberikan pemahaman tentang masing-masing variabel-variabel penelitian.

3. Bagi pihak peneliti

- a. Peneliti dapat meningkatkan wawasan keilmuan di bidang struktur modal.